



EL BANCO CENTRAL Y LA CRISIS EXTERNA*

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
31 de enero de 2012

* Presentación preparada para la sesión especial del Honorable Senado con el propósito de “analizar y evaluar las medidas de política económica que se hacen indispensables para enfrentar los serios indicios de recesión internacional y con la finalidad de conocer el Plan de Contingencia anunciado por el Supremo Gobierno”.

Señor Presidente del Senado, senador Guido Girardi, honorables senadores.

Agradezco la invitación para analizar la situación económica internacional y las medidas que pueden adoptarse en nuestro país para enfrentar un escenario de crisis externa. Estas instancias son importantes para comunicar la visión del Banco Central sobre estas materias.

En los últimos años, las economías avanzadas han atravesado por una severa crisis. Las causas y consecuencias de la Gran Recesión de 2008 y 2009 aún no han sido resueltas y volvemos a enfrentarnos a períodos de estrés externo que ponen a prueba la fortaleza de nuestra economía y sus fundamentos. Esto nos obliga a evaluar cuidadosamente el entorno actual, sus implicancias sobre el desempeño de nuestra economía, y las medidas que podemos implementar de ser necesario.

Durante el último año, las mayores tensiones han provenido de la delicada situación fiscal y financiera que atraviesan algunas economías de la Eurozona. La solución a esta situación ha tardado mucho tiempo y no se avizora un arreglo definitivo en el corto plazo. Se ha avanzado en varias áreas, pero la complejidad de los problemas y las dificultades políticas para enfrentarlos son enormes. Esto, sumado a la debilitada posición de consumidores y empresas, se ha traducido en un creciente deterioro de las expectativas económicas en esta zona, previéndose una recesión durante este año. En Estados Unidos, sin la gravedad de lo que ocurre en la Eurozona, la situación también es compleja, especialmente por la lentitud de la recuperación y la falta de espacio de las políticas fiscal y monetaria para agregar impulso a la economía. El mundo emergente, Chile incluido, atravesará por un período de menor crecimiento al de los años inmediatamente anteriores. Las proyecciones del consenso de mercado, las publicadas por el Fondo Monetario Internacional la semana pasada y también las que contiene nuestro *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de diciembre de 2011 apuntan en esa dirección (cuadro 1).

En lo más reciente, la información que proviene de Estados Unidos muestra una evolución algo mejor de la que se anticipaba hace algunas semanas, pero no modifica los problemas y riesgos de mediano plazo que afectan a esta economía. De hecho, la semana pasada la Reserva Federal extendió desde mediados de 2013 hasta fines de 2014 el plazo en que mantendría la tasa de fondos federales en los niveles mínimos en que se ubica hoy, lo que refleja la magnitud del problema. Por otra parte, la información proveniente de China da cuenta de que dicha economía mantiene un sólido crecimiento. También da cuenta de menores presiones inflacionarias en dicho país, lo que entrega mayor espacio de política. Los precios de materias primas, y especialmente cobre, han mostrado una recuperación relevante en las últimas semanas. De hecho, el precio actual de este metal es hoy significativamente superior al considerado en nuestras proyecciones para el año.

El escenario base del IPoM de diciembre se mantiene plenamente vigente. En este escenario, lo mismo que en las expectativas del mercado, se espera una desaceleración moderada del crecimiento chileno. Se proyecta que la economía nacional crecería en un rango de entre 3,75 y 4,75 por ciento en el 2012, con tasas de variación anual para todos los componentes del gasto que serían menores a las del 2011. Esto, respondiendo tanto a una

normal y sana convergencia de la economía hacia tasas de expansión coherentes con su tendencia, como al efecto de un escenario externo menos favorable.

Los datos más recientes muestran que nuestra economía se mueve en una trayectoria gradual de ajuste hacia menores tasas de expansión, al mismo tiempo que los indicadores de gasto aún muestran un crecimiento importante. Ciertamente existen diferencias entre sectores. En algunas ramas de la industria, especialmente en las destinadas a la exportación, se aprecia menor dinamismo. En otros sectores, como el comercio se observa algún grado de mayor precaución en el manejo de los inventarios. En contraste, el gasto en bienes de consumo durable y de capital, que usualmente son los primeros en reaccionar a un cambio en las expectativas de los agentes, siguen mostrando fortaleza al igual que el sector de la construcción. Al mismo tiempo, diversos indicadores dan cuenta de un mercado laboral estrecho. Recientemente se ha informado que en diciembre, la tasa de desempleo medida por la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago alcanzó el mínimo de los últimos 15 años, y que la mayor parte de la creación de empleo ha correspondido a empleos asalariados.

Respecto de la situación de deuda de hogares y empresas, tal como lo destacáramos en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre de 2011, los indicadores financieros del sector corporativo aparecen favorables, con un descalce cambiario estable y acotado. No se observa en el promedio de los hogares un deterioro de la situación financiera, por cuanto el aumento del consumo privado ha sido acompañado del crecimiento de los ingresos laborales. No obstante, tanto hogares como empresas deben mantener una conducta precavida ante posibles escenarios de riesgo. En cuanto a la banca, este sector mantiene niveles de capital adecuados para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo. Como se muestra en los escenarios de riesgo del último IEF, los ejercicios de tensión indican que los niveles actuales de capitalización de la banca le permitirían absorber un episodio de fuerte desaceleración del PIB, un aumento del costo del financiamiento en pesos y una depreciación del tipo de cambio. Por su parte, el Fisco mantiene una posición acreedora neta, lo que contribuye al acceso a financiamiento externo con bajos *spreads*.

Nuestros términos de intercambio, aunque en niveles menores que hace unos meses, son altos en términos históricos y nuestras condiciones de acceso al financiamiento externo son favorables, también en términos históricos, así como respecto de otras economías emergentes. La inflación está algo por sobre 4%. En el último mes tuvimos una sorpresa en el IPC, pero que dada sus características no implica un cambio en nuestra evaluación de la evolución de la inflación en el mediano plazo, que se mantiene centrada en torno a 3 por ciento, tal como señalamos en el IPoM. Asimismo, las expectativas inflacionarias privadas también se mantienen en torno a 3 por ciento anual. Este conjunto de antecedentes nos lleva a señalar que nuestro escenario base continúa plenamente vigente.

Pero aún en esta coyuntura, que se ve relativamente favorable para la economía chilena y la situación financiera de los chilenos, se hace necesario advertir que hay elevados riesgos que persisten y es esa la razón por la que el Banco Central mantiene los riesgos para el

crecimiento sesgados hacia escenarios más negativos. En particular, dentro de estos riesgos se encuentra la posibilidad de que nuevos episodios de volatilidad financiera internacional terminen afectando las expectativas de los agentes, la demanda global y el crédito internacional. Permanece vigente la posibilidad de una recesión más profunda de lo anticipado en la Eurozona, así como de una evolución desordenada de los problemas en esa región del mundo o, incluso, de su fragmentación. Y también hay que considerar la posibilidad de un ajuste más abrupto del crecimiento en China. Además, tampoco pueden dejarse de lado las tensiones geopolíticas que se están viviendo en Medio Oriente y las implicancias que ello pueda tener para el precio del petróleo. Todas estas contingencias externas son parte de nuestras preocupaciones y a las cuales estamos realizando un seguimiento cercano en el Banco Central, y en conjunto con las autoridades del Ministerio de Hacienda y las superintendencias del área financiera, en el marco de nuestras reuniones de coordinación y en las del Comité de Estabilidad Financiera.

La preocupación que motiva esta sesión son las medidas que podríamos tomar para enfrentar un posible agravamiento de la situación externa con repercusiones sobre la economía nacional. El Banco Central cuenta con las herramientas y el espacio de política necesarios para actuar y mitigar los impactos de escenarios externos adversos sobre la economía chilena. La capacidad del Banco para reaccionar ante un deterioro de la situación externa ya fue demostrada en el episodio de 2008 y 2009. El Consejo, tal como lo ha señalado en repetidas oportunidades, tiene la flexibilidad y disposición de utilizar estas herramientas en la medida que ello sea necesario.

En este escenario, en nuestro último IPoM estimamos que sería necesaria una política monetaria algo más expansiva para acomodar y aminorar los impactos negativos del escenario externo previsto. La reducción de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria (TPM) que decidimos en nuestra última Reunión de Política Monetaria se enmarca en esta línea. En la actualidad nos encontramos en una situación en que la TPM está en niveles normales, y la inflación proyectada y las expectativas a dos años están alineadas con la meta para esta variable. Esta situación nos da flexibilidad para actuar con la política monetaria ante la eventualidad de un deterioro más abrupto del escenario externo con consecuencias relevantes para la economía chilena.

En los mercados financieros, hemos observado un aumento en los premios de financiamiento externo que pagan los bancos y empresas chilenas en el exterior, compensado hasta cierto punto por tasas bases en niveles mínimos históricos. En el mercado monetario local hemos observado algunas fricciones. En respuesta, el Banco ha realizado una gestión más activa de la liquidez en moneda nacional, de forma de asegurar que el mercado monetario funcione en forma coherente con la orientación de la política monetaria. De hecho, tras las medidas adoptadas y despejados ciertos factores puntuales de fines del año pasado, las tasas de interés del mercado monetario se han movido hacia niveles coherentes con el nivel actual y proyectado de la TPM (gráfico 1).

Más allá de las medidas adoptadas recientemente, el Banco cuenta con un conjunto de herramientas que puede utilizar en casos de mayor gravedad. Por un lado, en los años 2008

y 2009 se implementaron nuevas formas de proveer liquidez en moneda nacional y extranjera cuya activación es rápida, pero que no hemos considerado necesario realizar en la actual coyuntura. Ante un empeoramiento de las condiciones financieras externas, el Banco Central tiene la posibilidad de aliviar la situación a través de diversos instrumentos de financiamiento garantizado, como *swaps*, operaciones repo de largo plazo y la ampliación de colaterales, entre otros. Se agrega la disponibilidad de Reservas Internacionales por cerca de 40 mil millones de dólares, incrementada con el plan de acumulación de reservas que llevamos a cabo en 2011 y que ha contribuido a fortalecer la posición de liquidez de la economía chilena.

Creo importante recalcar que la adopción de este tipo de medidas es una alternativa de apoyo subsidiario, que se justifica solo ante la presencia de distorsiones importantes en los mercados monetarios y financieros. En un ambiente complejo como el actual, es necesario que los agentes, bancos, intermediarios financieros y empresas, consideren los riesgos involucrados y actúen con la prudencia necesaria para gestionar con cautela sus riesgos de liquidez y financieros. Un accionar precipitado de la autoridad puede entregar falsas señales de gravedad en un mercado que se desarrolla con normalidad.

Del mismo modo, la mantención de una política de flexibilidad cambiaria también apunta en este sentido, pues entrega los incentivos adecuados para manejar de forma prudente el endeudamiento y la liquidez externa. Además, ayuda al proceso de ajuste real de la economía ante un deterioro del escenario externo. Tanto en el ámbito cambiario como en el del financiamiento, es de suma relevancia no distorsionar los incentivos de las instituciones financieras y empresas para conducir sus riesgos con prudencia en un escenario complejo.

En suma, quiero señalar una vez más que el Consejo del Banco Central tiene la firme convicción de que como país, y como Banco en particular, nos encontramos bien preparados para enfrentar períodos de estrés. Ciertamente no somos inmunes a lo que sucede en el mundo y hoy los riesgos son muy elevados. Disponemos de herramientas para mitigar los efectos de un escenario externo más adverso, pero lo más importante es que contamos con el espacio y la firme disposición de utilizarlas cuando ello se requiera. En los hechos, tal como se mencionó previamente, lo hemos demostrado con las medidas que hemos tomado en las últimas semanas.

Muchas gracias.

Cuadro 1
Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)

	Promedio 00-07	2010 (e)	2011 (f) IPoM Dic. 11	WEO Ene. 12	2012 (f) IPoM Dic. 11	WEO Ene. 12	2013 (f) IPoM Dic. 11	WEO Ene. 12
Mundo a PPC (1)	4,2	5,0	3,8	3,8	3,5	3,3	4,1	3,9
Mundial a TC de mercado (2)	3,2	3,9	2,8	2,8	2,7	2,5	3,2	3,2
Estados Unidos	2,6	3,0	1,7	1,8	1,8	1,8	2,2	2,2
Eurozona	2,2	1,9	1,6	1,6	-0,1	-0,5	1,0	0,8
Japón	1,7	4,4	-0,7	-0,9	2,0	1,7	1,6	1,6
China	10,5	10,4	9,1	9,2	8,2	8,2	8,5	8,8
Resto de Asia	5,1	7,8	4,5	4,9	4,4	5,0	4,8	5,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	6,3	4,2	4,2	3,6	3,6	4,0	3,9
Exp. de productos básicos	3,1	2,9	2,0	2,1	2,5	2,4	2,8	2,6
Socios comerciales	3,6	6,1	4,2	4,2	3,8	3,8	4,2	4,3
Términos de intercambio	8,1	23,8	-2,9	-	-6,7	-	-3,5	-
					(niveles)			
Precio cobre BML (US\$cent/lb)	-	342	401	-	350	-	340	-
Precio gasolina (US\$/m3)	-	598	804	-	784	-	748	-

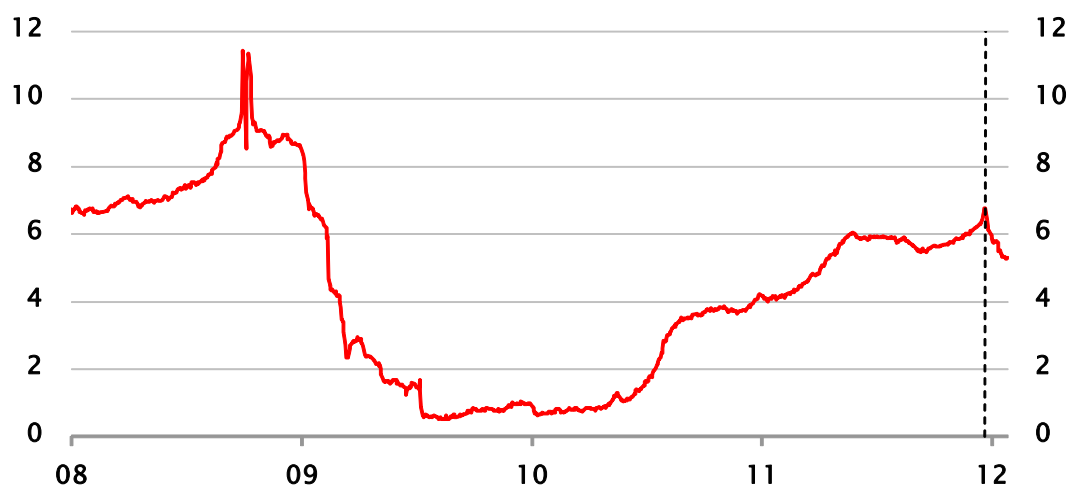
(e) Estimación. (f) Proyección.

(1) Considera como supuesto de crecimiento para el resto del mundo un promedio de 3,2% para el trienio 2011-2013.

(2) Considera como supuesto de crecimiento para el resto del mundo un promedio de 1,7% para el trienio 2011-2013.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico 1
Condiciones de tasa a 90 días en el mercado en pesos (1) (2)
(portcentaje)



(1) Corresponde a la tasa de captación *prime*.

(2) Línea vertical punteada corresponde a la fecha del anuncio del BCCh de compra de REPOS.

Fuente: Banco Central de Chile.